

操作系统子公司合并，操作系统行业整合持续升温

买入（维持）

2019年12月02日

证券分析师 郝彪

执业证号：S0600516030001

021-60199781

haob@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,613	6,030	9,042	12,294
同比（%）	-6.7%	30.7%	50.0%	36.0%
归母净利润（百万元）	111	195	806	1,203
同比（%）	47.9%	76.0%	313.2%	49.3%
每股收益（元/股）	0.22	0.39	1.63	2.43
P/E（倍）	307	175	42	28

事件：中国软件与中标软件、天津麒麟两子公司原股东出资成立新公司。
投资要点

■ **采用净资产评估，中标软件、天津麒麟成为新公司全资子公司：**中国软件与子公司中标软件、天津麒麟及两公司的其他各方股东签署投资意向协议书，各股东方以各自在中标软件和天津麒麟的出资，按照相应净资产评估值作价，出资设立新公司，原各股东成为新公司的股东，中标软件和天津麒麟成为新公司的全资子公司。

■ **中国软件将持有新公司 46.23% 股权成为第一大股东，利于统筹管理：**截止 2019 年 9 月 30 日，中标软件（中国软件持股 50%）净资产为 22327.79 万元，天津麒麟（中国软件持股 36%）净资产为 8222.7 万元。按照净资产评估值对应的价值为对价出资，中国软件预计将持有新公司 46.23% 的股权，成为合资公司的绝对第一大股东，其他股东方的股权相对被稀释，尤其是中标软件此前一兰科技和关联方兰峰持有 50% 股份，整合后中国软件对中标软件和天津麒麟的话语权都将得到提升。新公司成立后，采用统一的品牌，有望在集团管理层面对操作系统执行更统一的战略，同时中标软件和天津麒麟两个团队的利益在合资公司层面也有望达成一致。

■ **操作系统行业整合持续，格局尚待明朗：**从武汉深度和诚迈科技整合，到中标与天津麒麟合并，操作系统行业整合持续升温。目前产业具有影响力的除了 cec 系、深度，还有 cetc 的普华、中科院系（红旗、万里红、中科方德）、华为欧拉、中兴新支点等，未来也不排除出现统一操作系统的可能。操作系统的竞争格局不仅受到操作系统厂家产品性能和市场能力影响，也受到芯片竞争格局和生态竞争格局的影响，操作系统行业竞争格局尚待明朗。

■ **高净利率和高市占率，悲观情况仍具业绩弹性：**截止 2019 年 9 月 30 日，中标软件、天津麒麟分别实现营收 10955.01 万元、5177.64 万元，实现净利润 4398.98 万元，1917.2 万元，对应的净利率为 40.15%、37.03%。目前桌面端中标麒麟系统与龙芯（预计 50% 占比）、华为鲲鹏等适配，天津麒麟系统与飞腾（预计占比 30%）适配，悲观情况下中软明年市场份额仍有希望达到 50%，弹性仍然十足。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.39/1.63/2.43 元，现价对应 175/42/28 倍 PE。中国软件拥有中标麒麟和银河麒麟两套操作系统，前者与龙芯、海思等适配，后者与飞腾适配，二期试点中的国产操作系统市占率合计 80% 左右。明年党政体系自主软硬件业务开展后公司业绩将开始放量，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政务云市场进展低于预期；自主可控市场低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	68.83
一年最低/最高价	20.08/92.07
市净率(倍)	17.68
流通 A 股市值(百万元)	34040.76

基础数据

每股净资产(元)	3.89
资产负债率(%)	58.53
总股本(百万股)	494.56
流通 A 股(百万股)	494.56

相关研究

- 1、《中国软件（600536）：国产生态建设不断加速，业绩高速增长可期》2019-10-31
- 2、《中国软件（600536）：营收高速增长，子公司业绩印证自主可控带来的业绩高弹性》2019-08-29
- 3、《中国软件（600536）：操作系统不断拓展生态圈，自主产品放量在即》2019-04-29

中国软件三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,460	5,612	6,942	9,697	营业收入	4,613	6,030	9,042	12,294
现金	1,537	1,366	941	1,940	减:营业成本	2,810	3,829	5,231	7,027
应收账款	1,470	1,918	3,163	3,745	营业税金及附加	32	39	62	84
存货	1,010	1,562	1,952	2,768	营业费用	218	241	316	430
其他流动资产	442	765	885	1,244	管理费用	494	1,809	2,667	3,553
非流动资产	1,231	1,387	1,722	2,010	财务费用	-1	-3	14	14
长期股权投资	392	443	492	539	资产减值损失	84	0	0	0
固定资产	498	614	907	1,180	加:投资净收益	29	14	10	12
在建工程	2	29	57	73	其他收益	0	0	0	0
无形资产	224	194	159	111	营业利润	97	189	860	1,297
其他非流动资产	114	107	107	107	加:营业外净收支	25	25	25	25
资产总计	5,690	6,998	8,664	11,707	利润总额	122	214	885	1,322
流动负债	2,709	3,873	4,683	6,455	减:所得税费用	1	2	7	10
短期借款	244	244	244	244	少数股东损益	10	18	73	109
应付账款	1,639	2,326	3,091	4,186	归属母公司净利润	111	195	806	1,203
其他流动负债	826	1,302	1,348	2,025	EBIT	108	194	873	1,301
非流动负债	395	361	363	352	EBITDA	219	295	996	1,465
长期借款	260	226	229	217					
其他非流动负债	135	135	135	135	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	3,104	4,233	5,047	6,807	每股收益(元)	0.22	0.39	1.63	2.43
少数股东权益	391	408	481	591	每股净资产(元)	4.44	4.76	6.34	8.71
归属母公司股东权益	2,196	2,357	3,136	4,310	发行在外股份(百万股)	495	495	495	495
负债和股东权益	5,690	6,998	8,664	11,707	ROIC(%)	3.7%	6.4%	22.7%	25.9%
					ROE(%)	4.7%	7.7%	24.3%	26.8%
					毛利率(%)	39.1%	36.5%	42.1%	42.8%
					销售净利率(%)	2.4%	3.2%	8.9%	9.8%
					资产负债率(%)	54.5%	60.5%	58.2%	58.1%
					收入增长率(%)	-6.7%	30.7%	50.0%	36.0%
					净利润增长率(%)	47.9%	76.0%	313.2%	49.3%
					P/E	307	175	42	28
					P/B	15.50	14.44	10.86	7.90
					EV/EBITDA	153.87	114.45	34.39	22.78

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

